

Absolute Return Fonds

Zwischen Marktgeschrei, Enttäuschung und wirklicher Innovation

Nachdem im letzten Jahrzehnt die Risiken einer Aktienanlage mehrfach deutlich sichtbar geworden sind und auch die Rentenanlagen zumindest für die Zukunft eher bescheidene reale Ergebnisse versprechen, hat sich in diesem Umfeld eine Asset Klasse gebildet, die pauschal mit dem Begriff „Absolute Return“ (AR) umschrieben wird. Hinter dieser Asset Klasse steht der Wunsch der Anleger, ein Investment zu erhalten, das ohne die schlaflosen Nächte der benchmarkfixierten Aktienanlage eine Wertsteigerung erzielt, die zumindest oberhalb des Zinsniveaus liegt.

Schlagworte:

- Asymetrische Risikoprofile
- Asset Allokation
- Alternative Ertragsquellen
- Risikogesteuertes Investment

In den extremsten Ausprägungen dieses Anlageprofils wurden sogar die Zielvorstellungen formuliert, die Ergebnisse steigender Aktienmärkte ohne Verlustrisiko realisieren zu können. Wer glaubt, dass dies systematisch möglich ist, wird auch von diesem Artikel enttäuscht sein. Der Fachbeitrag soll aber auch nicht jede zum Teil berechtigte Kritik verdammen, sondern den Blick für Zusammenhänge schärfen, die mit dieser Asset Klasse verbunden sind.

Grundsätzlich ist die Asset Klasse „Absolute Return“ ein sehr heterogenes Gebilde, in dem die verschiedenen Fonds meistens nur schwer miteinander vergleichbar sind. Zu unterschiedlich sind die Ideen und eingesetzten Instrumente, die diesen Fonds zu Grunde liegen. Gemeinsam ist den Vertretern dieser Anlageklasse jedoch die Abkehr vom Benchmark-Gedan-

ken, der die Investmentstrategien der 90er Jahre prägte. Durch diese Abkehr von der Vorstellung, dass der Investor durch die Wahl seiner Benchmark schon für über 90% der dann anfallenden Ergebnisse selber verantwortlich ist, gewinnt die Leistung des Fondsmanagements und der Produktentwicklung viel größere Bedeutung, als dies bei benchmarkgetriebenen Fonds der Fall ist. Ohne einen Anspruch

Es gibt Risiken, die einzugehen du dir nicht leisten kannst und es gibt Risiken, die nicht einzugehen du dir nicht leisten kannst! (Peter Drucker)

auf Vollständigkeit erheben zu wollen, werden nachfolgend exemplarisch einige verschiedene Vorgehensweisen bei Absolute Return Fonds dargestellt, um so die Bedeutung von Fondsmanagement und Strategie zu erläutern. Zur Veranschaulichung der Zusammenhänge werden einige Fonds exemplarisch genannt. Bei diesen handelt es sich ausnahmslos um in der Vergangenheit erfolgreiche Vertreter dieser Asset Klasse, da die Beschreibung von Investmentstilen anhand erfolgloser Konzepte in diesem Zusammenhang wenig Ziel führend ist.

AR: aktive Titelselektion

Von der Ausrichtung erinnert diese Strategie an das Fondsmanagement in der Vor-Benchmark-Ära. Hier erwirbt der Fondmanager nur Aktien (oder auch andere Wertpapiere), wenn er eine absolut positive Werteinschätzung hat. Wird diese Vorgehensweise kombiniert mit der Vorgabe, im Zweifelsfall (oder besser bei nicht sehr hoher Erfolgswahrscheinlichkeit) das Risiko zu meiden, so kann hieraus ein durchaus risikokontrollierter Anlageprozess resultieren. Das Problem, das in Konzepten dieser Art auf-

Autor + Kontakt

Kay Tönnies
Geschäftsführer
Antecedo
Asset Management GmbH

+49 (0)6172-9977-130
kay.toennes@antecedo.eu
www.antecedo.eu

tritt, hat zwei Facetten. Zum Einen ist der Erfolg in herausragendem Maß von der Prognosefähigkeit des Fondsmanagements abhängig. Zum Zweiten ist eine auch noch so hohe Prognosegüte der Vergangenheit kein Schutz dafür, dass nicht doch zumindest in einem mittleren Zeitraum Wertverluste auftreten. Der Absolute Return-Gedanke wird hier zwar vom Fondsmanagement gelebt, doch besteht die Möglichkeit, dass dies vom Anleger nicht so wahrgenommen wird.

Ein Fonds, der, wenn auch als Mischfonds angelegt, diesen Ansatz verfolgt, ist der Euro Flex Absolute Return OP (WKN: 988898). Gegenüber einem Aktieninvestment hatte dieser Fonds in den letzten Jahren eine außerordentlich gute Wertentwicklung, was im Jahr 2008 trotzdem ein Minus von 16% bedeutete.

AR: Asset Allokation

Die vermutlich am häufigsten anzutreffende Absolute Return-Variante ist die der Risiko-steuerung über die Allokation der Vermögensklassen. Hier entscheidet das Fondsmanagement nicht über die absolute Attraktivität jedes einzelnen Wertpapiers, sondern über die Erfolgsaussichten ganzer Asset Klassen. Verwandt sind diese Absolute Return Fonds den gemischten Fonds, verfügen aber meistens über ein weitergehendes Risikomanagementsystem. Die Probleme dieser Variante sind denen der zuvor beschriebenen ähnlich. Auch hier ist die Prognosegüte von hoher Bedeutung, wenn auch nicht ganz so stark wie im Fall der reinen Titelselektion, da hier durch das relativ hohe Rentengewicht ein absolut niedrigeres Risikoprofil besteht. Ein Fonds, der die Anforderungen dieses Ansatzes in der Vergangenheit sehr gut erfüllt hat, ist der Deka-Euro Balance (WKN: 589687). Dieser Fonds konnte

bisher auch in schwierigen Jahren positive Ergebnisse erzielen. Eine Garantie, dass Jahre mit negativer Wertentwicklung ausgeschlossen sind, ist dies aber nicht.

Eine Spielart des Absolute Return über die Asset Allokation bilden die CPPI-Modelle (constant proportion portfolio insurance). In der reinen Form wird hier die Prognosegüte durch ein Risikomodell ersetzt. Beim Start des Modells wird eine Allokation aus Aktien und Renten festgelegt, sowie eine maximale Verlusttoleranz definiert. Kommt es am Markt zu fallenden Aktienkursen, so wird nach einem Wahrscheinlichkeitsmodell die Aktienquote immer weiter reduziert, so dass die Verlusttoleranz nicht überschritten wird. Problematisch an diesem Ansatz ist zum einen, dass die Verlusttoleranz auf Jahresbasis meistens unterhalb des Werterhaltes definiert wird (ist dies nicht so, dann sind auch die Ergebnisse bei steigenden Märkten eher bescheiden). Zweitens hat dieser Ansatz auf Grund seiner Prozyklik Schwächen bei stark schwankenden Märkten. Im Extremfall kann eine Phase schwankender Kurse dazu führen, dass das Risikopolster aufgebraucht wird und ein sich anschließender Marktanstieg vollständig am Fonds vorbei geht.

AR: mit asymmetrischen Risikoprofilen

Wie bei den beschriebenen CPPI-Modellen liegt auch hier der wichtigste Strategiebestandteil in der Risikosteuerung. Allerdings erfolgt diese hier nicht über ein Wahrscheinlichkeitsmodell, sondern durch den zielgerichteten Einsatz von Optionen. Der Vorteil dieser Vorgehensweise liegt in der genauen Bestimmung des Verlustpotenzials, ohne das Risiko eingehen zu müssen, von einer ungünstigen Marktentwicklung ausgestoppt zu werden. Ein Fonds, der ein solches Konzept einsetzt, ist der Lupus alpha Structure Invest (WKN: 632905). Dieser Fonds sichert ein Aktienportfolio durch den Kauf einer Put-Option gegen Wertverluste größer -5% ab. Um die Kosten dieser Absicherung nicht direkt bezahlen zu müssen, verkauft der Fondsmanager Call-Optionen, die bei steigenden Aktienkursen wieder glatt gestellt werden. Wie die Vergangenheit gezeigt hat, kann der Fonds mit dieser Vorgehensweise eine ordentliche Wertentwicklung erzielen. Bei stark fallenden Aktienmärkten

kann die Jahresperformance aber auch bis auf minus 5% fallen.

AR: mit alternativen Ertragsquellen

Alle bisher angesprochenen Absolute Return-Varianten hatten einen Faktor gemeinsam: Eine deutlich positive Fondspersformance ist nur möglich, wenn auch der Markt steigt, in dem investiert wird (in den meisten Fällen der Aktienmarkt). Ergebnisse entgegen

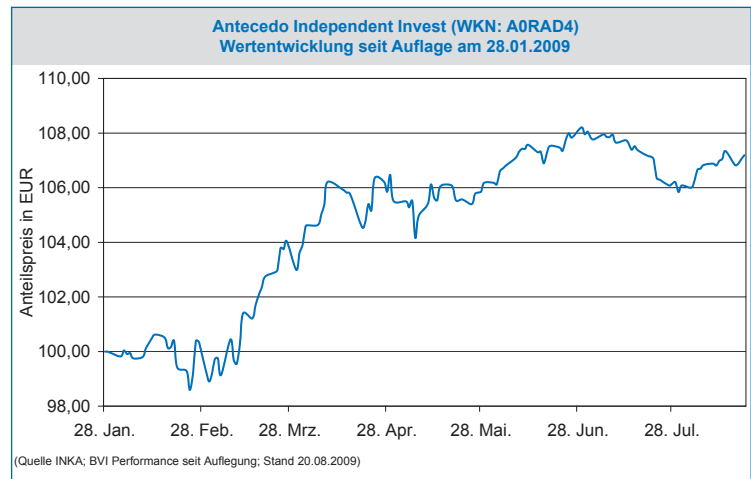
der Marktrichtung sind kaum möglich.

An dieser Stelle setzen Fonds an, die alternative Ertragsquellen nutzen. Diese verzichten bewusst auf systematische Markt-sensitivitäten

und nutzen stattdessen Möglichkeiten, die sich aus dem Wertpapierhandel selbst ergeben. Diese können beispielsweise aus Preisunterschieden vergleichbarer Wertpapiere bestehen, wie sie von Arbitrage-Hedge-Fonds ausgenutzt werden, aus Handelsanomalien im Kursverlauf der Wertpapiere, oder aus Strategien, die Unterschiede im Wertverlauf von Derivaten auf das gleiche Basisinstrument ausnutzen. Ein Fonds, der die letztgenannte Strategie umsetzt, ist der Antecedo Independent Invest (WKN: AORAD4). Dieser Fonds setzt eine Strategie auf Aktien-Index-Optionen um, bei der langlaufende Put- und Call-Optionen gekauft werden und gleichzeitig kurzlaufende Optionen auf denselben Index wieder verkauft werden. Der Ertrag resultiert zunächst aus dem viel höheren Zeitwertverfall der kurzen Optionen. Bei größeren Kursbewegungen existiert zusätzlich eine Handelssystematik, die zur Glättstellung der kurzen Optionen führt, wodurch der Fonds sowohl von steigenden wie von fallenden Kursen profitieren kann. Wie der Performancechart zeigt, konnte der Fonds die Zielvorgaben in den bewegten Märkten dieses Jahres deutlich erfüllen.

Das größte Manko, das diesem und den Fonds dieser Anlageklasse anhaftet, ist, dass die zugrunde liegenden Strategien und die Faktoren,

mit denen diese Fonds Geld verdienen, auf den ersten Blick meistens schwer verständlich sind. Dies erfordert vom Anleger einen erhöhten Aufwand, um sich über die Chancen und Risiken des jeweiligen Produktes klar zu werden. Dafür kann der Anleger aber auch einen Fonds erhalten, der dem Ziel eine hohe Rendite ohne große Verlustrisiken zu erzielen, sehr nahe kommt.



Fazit:

Absolute Return Fonds sind keine in sich geschlossene Anlageklasse. Zu unterschiedlich sind Strategien und Instrumente der einzelnen Anbieter. In dieser Heterogenität liegt auch ein Grund für die Unzufriedenheiten mit diesen Fonds, die in der Vergangenheit geäußert wurden. Verbinden doch die Anleger mit diesen Anlagen das einfache Ziel, eine „gute“ Rendite ohne Risiko zu erzielen.

Wie die Beispiele gezeigt haben, ist das absolute Vermeiden von Verlusten in einem Jahreszeitraum nur in den wenigsten Produkten als sicher anzusehen. Dies bedeutet aber nicht das Scheitern dieser Asset Klasse. Gerade die letzten Jahre sollten gezeigt haben, dass der Weg hin zu einem risikoorientierterem Investmentverhalten durchaus ein Fortschritt ist. Dieser sollte sich längerfristig nicht nur dadurch auszahlen, dass zwischenzeitlich größere Rückschläge vermieden werden, sondern dass mit der Zeit auch ordentliche Wertsteigerungen erzielt werden. Denn letztlich ist nichts so wertsteigernd wie das Glück, bei einem richtigen Einbruch mal nicht dabei gewesen zu sein.